

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学 号: 17620070153775

UDC_____

厦 门 大 学

博 士 学 位 论 文

我国民营上市公司金字塔结构研究

Study on Pyramid Structure in Chinese

Private Listed Companies

洪 滨

指导教师姓名: 沈维涛 教授

专 业 名 称: 财 务 学

论文提交日期: 2011 年 4 月

论文答辩时间: 2011 年 6 月

学位授予日期: 2011 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2011 年 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

摘 要

全球范围内普遍存在的金字塔结构（Pyramid structure）是上市公司特殊股权结构安排，最终控制人（或家族）往往通过构建复杂的金字塔形成庞大的企业帝国，进而对中小股东实施利益侵占行为。近年来金字塔结构研究备受学术界关注，成为一个方兴未艾的研究热点。已有国内外文献主要将金字塔结构作为外生变量研究其产生的经济后果，较少关注金字塔结构形成的动因，而基于国情制度背景对我国民营上市公司金字塔结构的系统性分析更是鲜见。本文旨在对中国民营上市公司金字塔结构展开深入研究，以弥补现有文献的缺憾。对于进一步理解金字塔结构、完善民营上市公司治理问题具有重要理论意义和实践价值。

本文首先借鉴国内外相关文献，结合我国特殊的制度背景以及民营上市公司金字塔结构特征，确定了金字塔结构研究的三个主要方面，即金字塔结构的成因、金字塔结构与利益侵占行为、金字塔结构与公司价值，进而通过理论分析和实证检验，对上述问题进行较为系统的研究，最后根据相应结论提出对策与启示。

全文共分七章：

第一章为导论。主要对论文进行简要介绍，包括研究主题与研究意义、研究思路与研究方法、论文的创新之处、相关概念的界定、论文框架与结构安排。

第二章为文献综述。主要围绕金字塔结构成因、利益侵占行为以及股权结构与公司价值等主题进行文献述评。

第三章为民营上市公司制度背景与金字塔结构特征分析。主要介绍中国民营上市公司发展历程，统计和分析我国民营上市公司金字塔结构的特征。

第四章实证检验了民营上市公司金字塔结构的成因。基于外部治理环境（法律环境、市场环境和政府干预）和最终控制人（或家族）内在动因，考察民营公司 IPO 时的金字塔结构特征（控制层级、控制链条与整体复杂程度）与外部环境之间的关系。

第五章实证检验了金字塔结构与民营上市公司利益侵占行为的关系。基于内部治理机制和外部治理环境深入分析金字塔结构下最终控制人利益侵占行为的影响因素，并对股权分置改革促使最终控制人利益回归进行了证实。

第六章实证检验了金字塔结构与民营上市公司市场价值和会计业绩的关系。

基于代理问题的角度剖析金字塔结构特征对公司价值的影响机制以及金字塔结构特征之间的交互作用。

第七章为全文总结。包括研究结论、研究启示与对策建议、研究的局限性以及未来的研究方向。

本文的主要研究结论如下：

第一，金字塔结构在我国民营上市公司中广泛存在。截至 2009 年底，共有 490 家（占 77.9%）民营上市公司为金字塔结构。最终控制人平均以 29.06% 的现金流权掌握了 36.80% 的控制权，两权分离现象明显，但也存在两权不分离的金字塔公司。平均控制层级为 2.251，平均控制链条为 1.424，即最终控制人大多通过两个控制层级，一条控制链条对上市公司进行控制，但也存在控制性家族通过不同成员所构成的多链条横向金字塔结构。

第二，外部治理环境和内在动因显著影响民营公司 IPO 时的金字塔结构特征。其中，控制层级、金字塔结构复杂程度与政府干预显著负相关，表现出最终控制人降低政府干预成本的动机，而法律环境的改善会降低上述负相关性。控制链条数与法律环境和市场环境显著正相关，控制性家族出于利益分配、代际传承的内在动因倾向于构建多链条的金字塔结构。此外，市场环境与控制层级和金字塔结构复杂程度表现出倒 U 型关系，是最终控制人基于对管理层有效分权以及构建内部市场、缓解融资约束的综合影响。法律环境与控制层级和金字塔结构复杂程度表现出倒 U 型关系，但仅在法律保护较差的区间具有一定的显著性，掏空支持假说并没有得到完全证实。

第三，在金字塔结构普遍存在的民营上市公司中，以第一层面股权结构展开的研究并没有得到显著结论，而基于金字塔结构视角则能对最终控制人侵占行为作出合理解释。包括独立董事在内的内部治理机制并没有发挥显著的作用。股权分置改革实现了最终控制人的利益回归，降低了利益侵占水平，并显著降低了两权分离程度与侵占行为之间的敏感度。此外，较好的法律环境、较高的市场化进程以及较低的政府干预会改善最终控制人的利益侵占行为并显著降低两权分离程度与侵占行为之间的敏感度。综合来看，良好的外部治理环境不仅降低了上市公司遭受最终控制人侵占的程度，而且显著影响了金字塔结构下两权分离特征对侵占行为的作用机制。在金字塔结构普遍存在的现状下，通过完善外部治理环境能有效克服金字塔结构内部治理机制弱化所带来的治理缺失，实现约束最终控制

人侵占动机的效果。

第四，金字塔结构特征（控制权、现金流权、两权分离程度、控制层级和控制链条）显著影响民营上市公司价值，且对市场价值（托宾 Q）和会计业绩（ROA）的影响具有差异性。在两权不分离的情况下，金字塔结构特征与公司价值之间的关系并不显著。进一步的研究表明，金字塔结构特征之间存在交互影响，较高的控制权（侵占能力）、较低的现金流权（侵占成本）、较多的控制层级和链条（侵占路径）以及较高的自由现金流（侵占机会）会显著加剧两权分离程度（侵占动机）对公司价值的负效应，两权分离程度并不是影响金字塔公司价值的唯一因素。

关键词：金字塔结构 民营上市公司 利益侵占 成因 治理环境

Abstract

Pyramid structure is a special configuration of ownership structure around the world, ultimate controllers (or ultimate controlling family) usually builds complicated business group by using pyramid structure and expropriates the interests of other medium and small shareholders. In recent years, pyramid structure research has attracted the close attentions of scholars and increasingly become a hot topic. According to the literatures, pyramid structure is considered as a exogenous variable which generates the economic consequence, just a few of them focus on the cause of pyramid structure and there are also poor systematic studies of Chinese private pyramid structure based on the macroeconomic institutional environment. This dissertation aims to deeply study the private pyramid structure in China, so as to make up deficiency of existing literature to some extent. The significances of this research are enhancing understanding of pyramid structure and providing reference about improving the corporate governance of private listed companies.

Based on related literature and analysis of the unique institutional background and the characteristic of pyramid structures in Chinese private listed companies, the author choose the three main fields of research: the cause of pyramid structure, the relationship between expropriation and pyramid structure and the value of private pyramid structure companies. After using theoretic analysis and empirical research , we form systemic conclusions and show some research implications.

This paper consists of seven chapters. Major contents of each chapter are outlined as follow:

Chapter 1 is the introduction, which briefly introduces the research background and research issues, research ideas and technique, research innovations, definition of keywords and overall framework.

Chapter 2 is the literature review. In this chapter, the author reviews and comments on the literature about the cause of pyramid structure, the expropriation of ultimate controller and the relationship between ownership structure and firm value.

Chapter 3 analyzes the unique institutional background and the characteristics of pyramid structures in Chinese private listed companies. In this chapter, the author sums up the development of private listed companies over the past four decades, makes detail statistics on the characteristic of pyramid structures in private listed

companies.

Chapter 4 empirically studies the cause of pyramid structure of private listed companies. Based on the institutional environment and the intrinsic factor of ultimate controllers (or ultimate controlling families), the author examines the relationships among pyramid structure characteristics (i.e., layer, chain and complexity) of private listed companies on IPO year and the institutional environment (i.e., legal environment, market environment and government intervention).

Chapter 5 examines the relationships between pyramid structure and expropriation of ultimate controllers. Based on the governance mechanism and institutional environment, the author deeply analyze the influencing factors of ultimate controllers' expropriation in pyramid structure and verifies the achievement of split-share reform in corporate governance.

Chapter 6 empirical tests the relationships between pyramid structure and the value of private listed companies. From perspective of agency problem, the author examines the influence mechanism of pyramid structure characteristics on firm value (i.e., market value and accounting performance) and the interaction effect among pyramid structure characteristics.

Chapter 7 summarizes the research findings and draws conclusions, shows the research implications and countermeasures, and points out the research limitations and the direction for future research.

The main conclusions of this article are as follows:

First, pyramid structures exist widely in Chinese private listed companies. Up to the end of 2009, there are 490 (accounts for 77.9%) private listed companies controlled by pyramid structures. The ultimate controllers own 29.06% of cash flow right to 36.8% of control right, which shows the great separation of ownership and control. Average number of layer is 2.251 and average number of chain is 1.424, which means the common pyramid structures consist of two layers and one chain. There are also multi-chain pyramid structures which controlled by different members from the same ultimate controlling family.

Second, the institutional environment has significant effect on pyramid structure characteristics of private listed companies around their initial public offering time. In the areas which government intervention is severe, the number of layer and the complexity of pyramid structure are decreased, which shows the motivation of reducing transaction cost of ultimate controllers. The improvement of legal

environment lowers the negative correlation between government intervention and pyramid structures. The number of chain is positively correlated with legal environment and market environment, the controlling families prefer to build multi-chain pyramid structures meeting their need of benefit distribution and intergenerational inheritance. In addition, a inverted U-shaped relationship, which existed between complexity and market environment, was also found between layer and market environment, demonstrates the combining effect of decentralization and financing constraints relieving. There is also a inverted U-shaped between pyramid structure and legal environment but only in the lower interval we can found the significance, the tunnelling and propping hypothesis was not fully verified.

Third, in Chinese private listed companies which pyramid structures are universal existence, the relationships between direct shareholder structure and expropriation are not significant but the pyramid structure characteristics indeed have influence on ultimate controller's expropriation. Governance mechanism (e.g., independent director) have no effect on expropriation. The split-share reform indeed improves public-trade firms' governance and help to remove the confliction between the ultimate controllers' benefits and other minority shareholders' interests. In addition, the improvement of legal environment and marketization and the lower of government intervention will not only reduce the expropriation but also decrease the sensitivity between ownership-control separation and expropriation significantly.

Fourth, pyramid structure characteristics (e.g., control right, cash flow right, separation between control and ownership, layer, chain) have significant influence on private listed companies' value, and show different effects among market value (Tobin'Q) and accounting performance (ROA). In the special pyramids, which have no separation of control and ownership, these relationships are not significant. In addition, the pyramid structure characteristics have interaction effect, high control (expropriation power), low cash flow right (expropriation cost), more layer or chain (expropriation route) and more free cash flow (expropriation opportunity) exacerbate the negative correlation between control-ownership separation(expropriation incentive) and firm value.

Keywords: Pyramid Structure; Private Listed Companies; Expropriation; Cause; Governance Environment

目 录

中文摘要	I
英文摘要	IV
第一章 导论	1
第一节 问题的提出与研究意义	1
第二节 研究思路与研究方法	4
第三节 主要创新点	5
第四节 相关概念界定	6
第五节 论文框架与结构安排	10
第二章 文献综述	13
第一节 金字塔结构成因文献综述	13
第二节 利益侵占行为文献综述	22
第三节 股权结构与公司价值文献综述	31
第四节 本章小结	38
第三章 我国民营上市公司制度背景与金字塔结构特征分析	40
第一节 我国民营上市公司发展历程	40
第二节 我国民营上市公司金字塔结构特征分析	44
第三节 本章小结	54
第四章 民营上市公司金字塔结构成因研究	55
第一节 理论分析与研究假设	55
第二节 研究设计	64
第三节 实证结果与分析	68
第四节 本章小结	80

第五章 金字塔结构与民营上市公司利益侵占行为研究81

 第一节 理论分析与研究假设81

 第二节 研究设计89

 第三节 实证结果与分析96

 第四节 本章小结115

第六章 金字塔结构与民营上市公司价值研究117

 第一节 理论分析与研究假设117

 第二节 研究设计125

 第三节 实证结果与分析130

 第四节 本章小结148

第七章 研究结论、研究启示与未来研究方向 150

 第一节 研究结论150

 第二节 研究启示和政策建议153

 第三节 研究局限性与未来研究方向157

参考文献 159

攻读博士学位期间科研成果 172

致 谢 173

Contents

Abstract in Chinese	I
Abstract in English	IV
Chapter 1 Introduction	1
1.1 Research Topic and Research Significance	1
1.2 Research Ideas and Research Methods	4
1.3 Main Innovations	5
1.4 Concept Definition	6
1.5 Research Framework and Structural Arrangements	10
Chapter 2 Literature Review	13
2.1 Review on the Cause of Pyramid Structure	13
2.2 Review on the Expropriation	22
2.3 Review on the Shareholder Structure and Firm Value	31
2.4 Summary	38
Chapter 3 The Development of Private Listed Companies and the Characteristics of Private Pyramid Structure	40
3.1 The Development of Private Listed Companies	40
3.2 The Characteristics of Pyramid Structure in Private Listed Companies	44
3.3 Summary	54
Chapter 4 Research on the Cause of Pyramid Structure in Chinese Private Listed Companies	55
4.1 Literature Review and Hypothesis Development	55
4.2 Research Design	64
4.3 Empirical Results and Analysis	68
4.4 Summary	80
Chapter 5 Research on Private Pyramid Structure and Expropriation	

.....	81
5.1 Literature Review and Hypothesis Development.....	81
5.2 Research Design	89
5.3 Empirical Results and Analysis	96
5.4 Summary.....	115
Chapter 6 Research on Private Pyramid Structure and Firm Value	117
6.1 Literature Review and Hypothesis Development.....	117
6.2 Research Design	125
6.3 Empirical Results and Analysis	130
6.4 Summary.....	148
Chapter 7 Conclusion, Implication, and Future Research	150
7.1 Conclusion	150
7.2 Implication.....	153
7.3 Future Research	157
Reference.....	159
My Research during Ph.D's Study.....	172
Acknowledge.....	173

第一章 导论

第一节 问题的提出与研究意义

上市公司的股权结构研究是公司治理领域一个历久弥新的经典课题,对于广大投资者而言,当其将自己的资金通过股票这种契约形式以投资的方式让渡给企业后,对资金的管理和支配就由公司的控制者(大股东或经理人)所掌控。在公司控制者作为理性人有着自身利益和目标的环境中,资金在所有和管理上相脱节的矛盾更加突显和激化,如何确保投资者获得正当的投资回报和相应权益是公司治理所需要回答的核心问题(Shleifer and Vishny, 1997)。

早期的文献如 Berle and Means (1932)、Jensen and Meckling (1976) 指出美国公司的股权结构是高度分散的,经理实质上掌握了对公司的控制权,因此公司治理的首要问题是降低经理与股东利益冲突所带来的代理成本。到了二十世纪 80 年代后期,开始有学者发现美国公司中大股东存在的普遍性^①,股权的集中有助于实现对经理的监督,避免搭便车现象(free rider);如果经理本身也是大股东,则有助于降低其与其他股东之间的利益冲突,但也会产生被称之为堑壕行为(entrenchment)的负面效应^②。从股权分散到股权集中,公司治理文献得到极大丰富,但依然局限于对美国公司第一层面股权结构的研究,关注的焦点在于股东与经理之间的代理问题。

La porta et al. (1999) 首次系统的对全球范围上市公司的终极股权结构进行了比较,其结论主要有以下两点:(1)除美国等极少数国家外,股权集中普遍存在,而且这些大股东的持股比例往往更高;(2)最终控制人(主要是家族)往往通过金字塔结构对上市公司实施控制。这两点与美国上市公司有显著差异的特征^③使得基于股权分散范式下的研究结论难以解释全球范围内的公司治理现状。

基于此,La porta 等人通过层层追溯界定了公司终极股东(即最终控制人)

^① Shleifer and Vishny (1986) 对财富(Fortune) 500 强(截止 1980 年 12 月)中 456 家公司的分析指出,其中 354 公司至少有一个持股超过 5%的大股东,第一大股东的平均持股比例为 15.4%,将近一半(149 家)的公司被家族所控制。

^② 大量文献从经验研究的角度证实了这一现象的存在,如 Morck et al. (1988)、Holderness et al. (1999)。

^③ 虽然美国公司也存在大股东,但其平均持股比例在全球范围内来看是最低的,其次,经验研究表明金字塔结构在美国上市公司中十分少见(Morck et al., 2005)。

的概念、终极股东属性、控制结构的基本类型及实际控制制度的测量，将触角从公司第一层面股权结构延伸到企业集团的股权结构，从上市公司的大股东延伸到上市公司的最终控制人，并指出金字塔结构使得股权集中下大股东与中小股东之间的利益冲突（Shleifer and Vishny, 1997）变得更为严重，其层层控制和两权分离的特征加剧了最终控制人出于获取私利（private benefit）而侵占公司价值的行为。因此，在金字塔结构下，公司治理的首要问题是控股股东（或最终控制人）与中小股东之间的代理问题。

从全球范围内来看，在大部分的新兴市场国家（如印度和巴基斯坦、巴西和智利、印度尼西亚和泰国等）以及部分发达国家（如意大利、瑞典），家族控制的金字塔结构普遍存在（Khanna and Yafeh, 2007）。从影响力来看，东亚地区金字塔集团上市公司的市值占到全部上市公司市值的 39%（Claessens et al., 2000），在西欧这一比例为 19%（Faccio and Lang, 2002），在新兴市场国家，这一比例则高达 42%（Khanna and Yafeh, 2005）。加拿大的布朗夫曼家族（Bronfman）（Morck et al., 2000）、瑞典的瓦伦堡家族（Wallenbergs）（Hogfeldt and Svancar, 2001）、韩国三星集团的李秉哲家族（Bae et al., 2002）、香港地区的李嘉诚家族（La porta, 1999）等通过金字塔结构建立了庞大的企业帝国，拓宽了对国民经济的影响力。

在中国，随着资本市场的发展以及民营经济的成长，众多错综复杂的“系”如德隆系、复星系、泰跃系、鸿仪系、格林科尔系、万向系、横店系等成为金字塔结构的典型代表，而与之相伴随的是最终控制人利用纷繁复杂的金字塔结构肆意侵占中小股东利益的事实^①。

从国内外现有金字塔结构研究文献来看，大部分将其作为既定的外生变量，研究所产生的经济后果，而对于金字塔结构为何会产生以及最终控制人在金字塔结构特征选择上受何种因素影响并没有系统的结论，“金字塔结构之谜”（The riddle of the great pyramids）依然没有一个明确的答案（Morck, 2009）。几篇系统的成因研究文献（Almeida and Wolfenzon, 2006; Riyanto and Toolsema, 2008; Almeida et al., 2011）大多是基于发达国家制度背景的分析，并无法对“新兴加转轨”的中国上市公司金字塔结构做出合理解释。Fan et al.（2009）对我国国有金

^① 李德林（2004）列举了德隆集团对旗下上市公司的种种掏空行为，如将其下属公司新疆屯河的 9.96 亿资产抵押套现，间接占用湘火炬资金 3.04 亿元，通过定期存单质押的方式占用合金投资 1.26 亿元等，这些肆意的掏空行为直接导致了 2004 年“德隆系”的轰然倒塌，给广大资本市场投资者带来巨大的损失。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库